



27 октября 2015 г.

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Дефицит в 2016 г. в базовом сценарии должен составить 2,36 трлн руб. (3% ВВП)

Согласно текущему проекту бюджета на 2016 г., который на днях был внесен на рассмотрение в Госдуму, дефицит федерального бюджета в 2016 г. должен составить 2,36 трлн руб. (3% ВВП). Отметим, что это почти на 455 млрд руб. больше, чем в предыдущей версии закона о бюджете, формировавшегося на трехлетку 2016-2018 гг.

Однако этот рост дефицита практически полностью объясняется снижением прогноза по доходам бюджета на 2016 г. (-380 млрд руб. до 13,58 трлн руб.). Расходы по сравнению с предыдущей версией выросли не так значительно (на 75 млрд руб. до 15,94 трлн руб.). Причем, как следует из предварительных данных, они были пересмотрены в пользу экономических статей.

Новые прогнозы по доходам бюджета на 2016 г. видятся реалистичными при цене на нефть 50 долл./барр.

Падение доходов возникло из-за снижения прогноза цен на нефть: с 60 долл./барр. до 50 долл./барр., в связи с чем нефтегазовые поступления окажутся меньше почти на 400 млрд руб. и составят 5,9 трлн руб. Это столько же, сколько Минфин планирует получить от нефтегазовых доходов в этом году, что реалистично, поскольку на 2016 г. министерство закладывает такую же как в 2015 г. среднегодовую цену на нефть - 50 долл./барр. При этом прогноз ненефтегазовых доходов на 2016 г. не изменился в сравнении с предыдущим планом - 7,7 трлн руб., хотя к их снижению должно было привести ухудшение прогноза по ВВП (до +0,7% в 2016 г.). Вполне вероятно, что прогноз по ненефтегазовым доходам не урезан, поскольку на компенсацию выпадающих доходов от падения экономической активности министерство может закладывать дополнительные доходы, получаемые от улучшения администрирования этих налогов (переход на автоматизированные системы учета НДС и более эффективное администрирование налога на прибыль дают допдоходы на уровне не менее 200 млрд руб.).

Таким образом, по нашим оценкам, в базовом сценарии при цене на нефть 50 долл./барр. и курсе рубля 63,3 руб./долл. (параметры Минфина) дефицит в 2016 г. вполне может уложиться в заявленные 2,36 трлн руб. Учитывая, что Минфин довольно консервативно подходит к прогнозу нефтегазовых доходов, дефицит в реальности может оказаться и меньше. Отметим, что коррекция налогового маневра и неснижение экспортной пошлины на 2016 г. само по себе должно приводить к дополнительному росту доходов даже при стабильной нефти.

Около 90% дефицита изначально планируется покрывать за счет Резервного фонда

Изначально, даже в базовом сценарии, 90% дефицита бюджета Минфин планирует покрыть за счет Резервного фонда - в 2016 г. на это отводится 2,14 трлн руб. (с опцией использования дополнительных 500 млрд руб. в случае необходимости). При этом Минфин планирует совсем небольшие заимствования на внутреннем рынке. Причем уже на этапе проектировок за последние две недели Минфин значительно сократил их объем. Теперь ведомство планирует общий объем размещений на локальном рынке в 900 млрд руб. (ранее озвучивалось 1202 млрд руб.) с учетом обменной операции неликвидных ОФЗ на 200 млрд руб. Нетто-заимствования на внутреннем рынке, согласно новой версии, должны составить в 2016 г. 300 млрд руб. (ранее 500 млрд руб.). Очевидно, что в текущих условиях и заложенная в проекте приватизация на 33 млрд руб., и размещение на внешнем рынке 3 млрд долл. (против стандартных ранее 7 млрд долл.) как источники финансирования дефицита остаются под вопросом. Вариант повышения налоговой нагрузки не приветствуется, потому что в текущих условиях может и не привести к росту налоговых сборов, тогда как экспортные отрасли, на которые сейчас преимущественно ложится данное бремя, и так увеличат отчисления в казну в рамках налогового маневра.

300 млрд руб. нетто-заимствований на внутреннем рынке видятся нам труднореализуемыми даже при 50 долл./барр. ...

Однако даже план нетто-размещений на внутреннем рынке в размере 300 млрд руб. в базовом сценарии (50 долл./барр.), по нашему мнению, выглядит труднореализуемым. Отметим, что на текущий момент в январе-сентябре 2015 г. объем нетто-размещений Минфина оказался отрицательным в размере -153 млрд руб. Это означает, что настолько фактический объем размещений госбумаг (663 млрд руб.) оказался меньше, чем объем их погашений (816 млрд руб.). Продолжение такой тенденции не гарантировало бы даже нулевого объема нетто-размещений в 2016 г. "Мы понимаем, что больший объем чистого привлечения, он нереалистичен, это то, что заложено в бюджет" - заявляет М. Орешкин. Поэтому в базовом сценарии 300 млрд руб., скорее, должны рассматриваться как верхняя планка. В случае каких-либо внешних шоков, в особенности снижения цен на нефть, нарастить объем внутренних заимствований, во-первых, будет еще сложнее, во-вторых, остается опция трат из Резервного фонда, да и как неоднократно подчеркивал сам Минфин, занимать по любой цене ведомство не намерено. Таким образом, возможность увеличения объема заимствований на внутреннем рынке сверх плана мы видим только в случае сильного роста цен на нефть относительно базового уровня 50 долл./барр.

... их наращивание считаем возможным только в случае сильного роста цен на нефть

Падение цен на нефть до 40 долл./барр. или другие внешние шоки повлекут рост дефицита ...

В негативном сценарии, например, в случае падения цен на нефть до 40 долл./барр., девальвация рубля, по нашим оценкам, полностью потерь бюджета не компенсирует. Согласно нашим расчетам, в таком сценарии доходы могут упасть более чем на 700 млрд руб. Наибольшее давление в связи с падением экономической активности будет приходиться на нефтяногазовые доходы. Но нефтяногазовые поступления также не избежат снижения даже в условиях девальвации и отсутствия снижения физических объемов экспорта энергоносителей. Особенности расчета НДС и экспортной пошлины таковы, что реакция на колебания цен на нефть несимметрична - столь низкая цена на нефть приближается к пороговому значению, сверх которого начисляется налог, что будет приводить к значительному снижению сборов (по нашим оценкам, не менее -350 млрд руб.).

... что создает риск исчерпания Резервного фонда уже в 2016 г. ...

Из этих оценок следует, что при нефти в 40 долл./барр. при прочих равных федеральный дефицит должен повыситься до более 3 трлн руб. Причем нужно учитывать, что в этом сценарии возрастет и нагрузка на региональные бюджеты: снижение налоговых поступлений, удорожание заимствований для рефинансирования долга потребует увеличения федерального трансферта, а значит, дополнительных незапланированных трат из Резервного фонда. В таком сценарии проблема исчерпания Резервного фонда станет актуальной гораздо раньше, чем заложено в официальных прогнозах, то есть, возможно, уже в 2016 г. Для иллюстрации этого: хотя на 1 октября 2015 г. в Резервном фонде находилось 4,7 трлн руб., к концу года, с учетом компенсации дефицита 2015 г., по нашему мнению, в нем останется около 3,5 трлн руб. (3,4 трлн руб. в обновленной официальной версии), что соизмеримо с потребностью в тратах из фонда в негативном сценарии. То есть, если негативный сценарий реализуется, есть риск, что весь Резервный фонд будет потрачен уже в 2016 г.

... и необходимость бюджетного секвестра или разработки альтернативных источников финансирования дефицита

В таких условиях не исключено, что Минфину придется найти альтернативные источники финансирования, либо проводить резкое сокращение расходов - секвестр (и в негативном сценарии это может случиться уже в 2016 г.). Поскольку сокращение расходов весьма затруднительно ввиду высокой доли социальных обязательств и приближения выборов (2017-2018 гг.), мы считаем, что Минфин может разработать ряд альтернативных источников компенсации дефицита - например, нерыночные размещения госбумаг. Неслучайно, уже в этом году появилось обсуждение размещения в 2016 г. ОФЗ для физлиц напрямую, но его объемы не будут большими (пока около 30 млрд руб.). Одной из нерыночных форм размещений также может быть выпуск госбумаг под финансирование определенных инвестиционных проектов или анти-кризисных мер. Например, схожий метод уже использовался при механизме докапитализации банковской системы через ОФЗ. Но из-за рисков эмиссионного проинфляционного эффекта потенциал нерыночных источников пока видится ограниченным, а секвестр еще более нежелателен, учитывая продолжительность экономического спада.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845



#RAIF: Macro Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.